

A VÁLLALATI TŐKEFINANSZÍROZÁSI KAPACITÁS MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI

A szerző célja egy fogalom definiálása, amely a vállalati tőkefinanszírozási elmélet ismert alapösszefüggéseire épül, s mintegy magában foglalja azt. Annak érdekében, hogy „megérezzük” és lássuk ezen fogalom létjogosultságát, ismernünk kell a „származási helyét”.

A vállalati gazdaságtan nagyon fiatal, de rohamosan fejlődő területe a tőkefinanszírozás. E század hatvanas éveitől kezdve olyan tételeket dolgoztak ki, s a vállalati gyakorlat is szívesen vesz igénybe olyan módszereket, amelyek több szempontból elemezve segítik a hosszabb távra szóló pénzügyi döntések megalapozását. Mivel a vállalati tőkefinanszírozás teóriája mindig csak egy jobb elmélettel helyettesíthető, a közeljövőben az várható, hogy az elméleti erőfeszítések és fáradozások növelni fogják a gyakorlat nehézségeit, ugyanakkor a vállalati gyakorlat mind jobban igényli az elméletileg megalapozott ismereteket és metodikákat (Katits, 1995b.). Még mindig túl sok ugyanis a megszokott, a hagyományos eszközök alkalmazása.

A vállalati tőkefinanszírozási teória ismertetőjegyei

A tőkefinanszírozási elmélet célja a vállalatvezetés számára döntési kritériumok kifejlesztése az optimális finanszírozási döntés meghozatala érdekében. A tőkefinanszírozási elmélet figyelembe veszi azt, hogy

- a befektetési döntéseket bizonytalanság mellett kell meghozni,
- a tőkejuttató általában kockázatkerülő,
- létezik a részvények és kötvények forgalmazásának szervezett piaca,

- a tőkejuttató diverzifikációval a kockázatot csökkentheti,
- a tőkepiacon az árfolyamok – nagyszámú befektető várakozásainak és kalkulációinak eredményeként – a befektetők számára döntés-relevánsak.

Mindehhez a tőkeszerző vállalatnak szüksége van információkra a tőkejuttató céljáról, preferenciáiról és adóterhérről. *Megtérülés, kockázat, információ és likviditás* a tőkefinanszírozási teória állandó alkotórészei, melynek célja a vállalati kapcsolatok optimális kiépítése a tőkejuttatókkal [Swoboda, 1973. 9.]. A tőkefinanszírozási döntések meghatározzák azt, hogy melyik tőkejuttatónak milyen jogai vannak a vállalat jövőben várható nettó pénzáramára. (Itt eltekintünk attól, hogy a munkavállaló tőkejuttató is lehet.)

Alapvető feltevések, megközelítések

A tőkefinanszírozási teória a tőkekinálói befektetői döntéseire épít. A vállalat az alapítási fázisban a szükséges forrásokat a tőkepiacon szerzi be, s e piacon kínálja fel részvényeit. A befektető értékeli e részvényeket a rendelkezésre álló információk alapján és adott áron megvásárolja azokat. A vállalat ekkor a tőkepiacot elsődleges piacként használja. Az alapítási fázis után azonban megindokolható, miért befektetés-orientáltak a

vállalati döntések. A részvények adásvétele és napi hivatalos árfolyama miatt a részvények ára a másodlagos piacon a befektetési döntések sikerét vagy sikertelenségét jelzi. A részvények forgalmazása bizonyítja a különösen tekintetbe vett tény: egy vállalat befektetői köre bármikor bővíülhet, de ugyanakkor csökkenhet is. Az elégedetlen részvényes számára bármikor fennáll az a lehetőség, hogy a részvény értékesítésével a vállalatból kiváljon.

A tőkefinanszírozási teória

- ➔ kizárólag a befektető, a hitelező és a vállalatvezetés pénzügyi célkitűzéseit vizsgálja,
- ➔ csak a tulajdonos (befektető) pénzügyi célkitűzéseit tekinti megfontolásai kezdőpontjának, más vállalati részesedők pénzügyi igényeit mellékkadatként kezeli,
- ➔ szerint a részvényes célja konform a vállalat részvényeinek értékmaximalizáló célkitűzésével,
- ➔ szerint a vállalat beruházási, finanszírozási és osztalékpolitikája döntően a részvényes érdekét szolgálja.

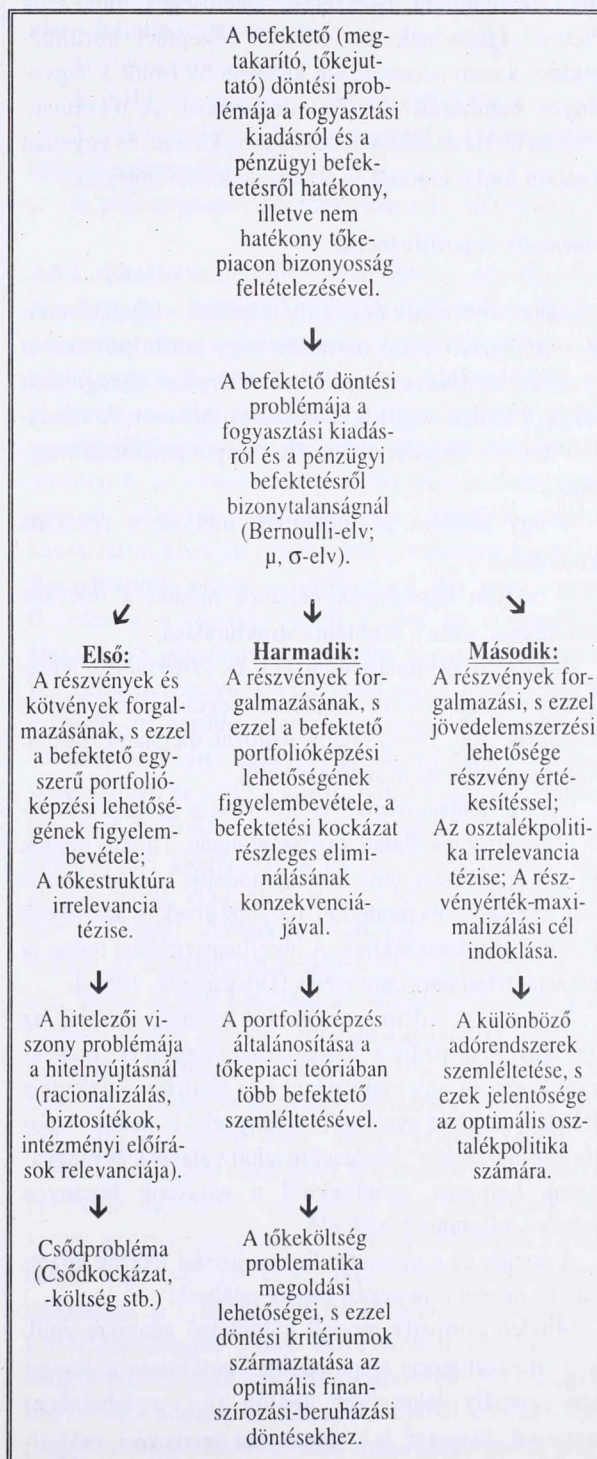
A teória jellegzetességei mellé érdemes felvázolni annak *alapvető megfontolásait*:

1. A vállalatok az áru-, munkaerő- és finanszírozási piacokba mintegy be vannak ágyazva,
2. A vállalatvezetés finanszírozási és beruházási döntéseit illetően szó van
 - a kezdeti és periódusonkénti beruházási kiadás nagyságáról,
 - a beruházási kiadás és a reál-, valamint a pénzügyi befektetés összehangolásáról,
 - a finanszírozási forrás, vagyis a saját és idegen tőke egybevetéséről a beruházási döntésekkel. A források beszerzése a részvények, kötvények kibocsátásával biztosítva van.
3. Feltételezi azt, hogy csak a vállalat reálberuházásait hajtják végre, azaz a magánszemély reálberuházása nem játszik szerepet. A befektetők vagyona különböző vagyontárgyakból áll a munkaerejük értékén, azaz a jövőbeni munkajövedelmek hozamértékén (alapjövedelem) kívül: készpénzállomány, értékpapírok és reáleszközök.

A tőkefinanszírozási teória sajátosságainak és feltételeinek leírása után átgondoljuk annak problémafelvetéseit, megközelítéseit, amit az 1. ábrán szemléltetünk.

Az 1. ábrán feltűnik az, hogy a tőkefinanszírozási teória keretében az értékpapírok forgalmazhatósága – mint dologi viszony – jelentős szerepet játszik. E teória explicite szemléli a tőkepiacon fellépő tőkejuttatók és -szerzők közötti kapcsolatokat, amelyek implikálják a kalkulációs kamatrátákat, illetve a tőke költség-ténye-

A tőkefinanszírozási teória problémamegközelítései



zőket. Csak tőkepiaci relációban magyarázható meg a releváns tőkeköltség mértéke. Továbbá a hitelezői viszony is explicite elemezhető a hitelnyújtásnál. Például

az, ki nyújtja a hitelt (bank, biztosító stb.), mi a hitel ára, milyen biztosítékot követel a hitelező, milyen feltételek mellett kedvező számára a csőd vagy felszámolás alternatíva. Tehát mind a tőkeszerzési lehetőségek, mind azok feltételei igazodnak az aktuális tőkepiaci körülményekhez, s nem adottságként kezelendők (mint a hagyományos beruházási döntési módszerek). A tőkefinanszírozási teória ezáltal a realitásokhoz közelít, és egyaránt magában foglal logikus és praktikus összefüggéseket.

A normatív és pozitív teória

Szükséges a normatív és pozitív teóriákat – legalább elvileg – szétválasztani. A *normatív* vagy *preskriptív teória* egy döntési probléma megoldásának logikus támogatását kínálja, s ezáltal segíti a tanácsadási funkciót. A tanácsadási funkció létezése abban áll, hogy a tanácsadó megmondja

⇒ egy döntési problémának melyek a releváns alkotórészei,

⇒ hogyan képezhetők célszerű módon a releváns alkotórészek, azaz a probléma strukturálása,

⇒ milyen számolási eljárások és kritériumok léteznek egy más strukturált probléma megoldásához, ahol a „megoldás” egy céloptimális változat meghatározására, amikor is a cél a tanácsadó elé kerül.

Ezek a döntésorientált látásmódok a hetvenes években uralkodtak a vállalati gazdaságtanban. Tipikus példák erre pl. a „döntési teóriák alapmodellje”, a beruházás teória módszerei és modelljei, továbbá elvek és szabályok a bizonytalan döntésekhez. A tőkefinanszírozási teória is messzemenően normatív teória [Drukarczyk, 1980.].

A *pozitív teória* magyarázó teória, amely az *empirikus*, nem pedig a logikus összefüggéseket magyarázza. E szerint egy magyarázat egy általános kijelentést feltételez, amelyet gyakran „törvénynek” is nevez. A pozitív teória a „miért” kérdésekre adott válaszok és magyarázatok halmaza, amelyeknél a válaszok bizonyos feltételek teljesülését írják elő.

A pozitív és a normatív finanszírozási teóriák között legalább három érintkezési pontot találunk:

■ Minden normatív modell különböző adatokra épül. Így a „döntési teória alapmodellje” tartalmazza a döntést hozó személy lehetséges akcióit (a_i), a lehetséges környezeti állapotot (z_j), annak bekövetkezési valószínűségét (w_j) és konzekvenciáit (pl. e_{ij} hozamot akkor, ha a személy az a_i akciót a z_j környezeti állapot bekövetkezésekor választja). Ehhez szükséges a döntést hozó em-

pirikus tudása. E tudás *nem* a logikán, hanem a pozitív teórián keresztül érhető el. Például a lehetséges környezeti állapot megadható úgy, hogy a személynek prognózist szükséges készíteni. Empirikus tudás (pozitív teória) nélkül prognózis nem készíthető.

A vállalatvezetés tervezi pl. a nyereségrészesedés kifizetését a munkavállalók számára, s ennek figyelembevételével prognosztizálja – a megcsonkított profitigény mellett – a részvényesek reakcióját és részvényeik árfolyamának csökkentését. Továbbá prognosztizálják a forgóeszközök jelentős mértékű csökkentését és a hitelezők esetleges reakcióját, akik a jövőbeni hitel-mértéket redukálnák. A *hipotézis* a részesedők reakciójának anticipálhatóságához szükséges. Ilyen hipotézisre épül a pozitív teória.

■ A második érintkezési pont azzal kapcsolatos, hogy egy döntési modell mindig csak a valóság egy szeletét próbálja leképezni, ennél fogva parciális megközelítés. Szimultán tervezéssel a beruházási-finanszírozási program modellje a következő: Maximalizálni a periodikus d_t osztalék kifizetést T tervezési időtartam alatt olyan mellékfeltétel mellett, hogy az T időpontban a V_T^* vagyonállományt nem lépheti túl. A probléma formulázása: $d_t \rightarrow \max.$, ahol $t = 1, 2, \dots, T$ a $V_T \geq V_T^*$ mellékfeltétel mellett. Az optimális, vagyis az uniformizált d_t osztalékfizetést maximalizáló program közléséhez szükséges a V_T mérése. Mivel a pénzáramok a T időtartam alatt realizált objektum eredményei, de a $T+1, T+2, \dots, T+n$ -ben keletkeznek, így egy becslést a diszkontrátával a T időpontra kell diszkontálni. Tehát V_T mérhető akkor, ha az i diszkontráta a T -beli realizált projektum megtérüléseként ábrázolható.

■ Egyszerű kérdésfelvetésnél gyakori az az eset, hogy ahol az empirikus hipotézis kérdéses, ott a logikus dedukcióval kell dolgozni. A döntési modelleknek egyrészt heurisztikus funkciójuk van, segítenek lehetséges hipotéziseket felfedni. Másrészt pedig funkciója felmutatni azt, ahol elkerülhetetlenül szükséges az empirikus hipotézis. Ebben az összefüggésben két félreértéstől óvnunk kell:

A döntési modellekből logikusan származtatott kifejezés nem interpretálható empirikus kijelentésként. Ha pl. egy kalkulációban rámutatunk arra, hogy a társasági adó bevezetése eltolja egy optimális, azaz célnak megfelelő pótlás időpontját, úgy az nem olyan kifejezés, amely leírja a vállalat reális viszonyait a

társaságiadó-variációknál. A vállalatok az adóvariációkra másként vagy egyáltalán nem reagálnak. A normatív teóriák logikusan származtatott tételei ezért elválasztandók a pozitív teóriák empirikus kijelentéseitől.

Nincsen hátránya annak, ha a teóriák döntéslogikus és pozitív elemeket is tartalmaznak. A teóriáknak, amelyek logikus tervezetek, szükséges tartalmazniuk pozitív, a valóságról informáló elemeket. Ilyen elemek nélkül a teóriák csak logikák. Pótlólagos (kiegészítő) információk a logikai dedukcióból nyerhetők.

Itt nyilvánvalóan felmerül egy kérdés. Vajon a finanszírozás normatív teóriája „adhat” a gyakorlat számára felhasználható döntési szabályokat? A teória és a praxis közötti kapcsolatok kérdése (a gyakorlat igénye, az elméleti eredmények gyakorlati felhasználhatósága) nagyon komplex, melynek felvázolásában itt nem mélyedünk el. Egyet azonban kimelünk. Az *elméleti tételek nem azért eleve hasznavehetetlenek és gyakorlatilag nincsen jelentőségük, mert egy vagy több alkalmazott premisszájuk „nem reális”*. A priori nagyon nehéz, ha nem lehetetlen az, hogy a teóriák, amelyek látszólag irreális feltevessel dolgoznak, olyan eredményekhez vezessenek, amelyek gyakorlati irrelevanciája nem vonható kétségbe. A tőkefinanszírozás teóriája ilyen teória. A *finanszírozási teória eredményeinek akkor van gyakorlati relevanciája, ha az tovább finomítható, javítható*. Óva intünk a teória elhamarkodott elutasításától a „nem reális” feltevések miatt [Katits, 1997a.]. Másképpen fogalmazva: nem tudhatjuk pontosan azt, milyen eredményhez vezet egy ilyen teória.

A vállalat tőkefinanszírozási kapacitása

A vállalati tőkefinanszírozás – elmélete és gyakorlata – a társas vállalkozások tőkefinanszírozási kapacitását meghatározó tényezőkkel foglalkozik. Egy üzleti vállalkozás *potenciális tőkebevonásának maximális igénybevételét* (tervezett vagy váratlan) *alaptőke emelésével* a finanszírozási igény keletkezésekor *tőkefinanszírozási kapacitásnak* nevezzük. Definíciónk a nagy tőkelekötésű részvénytársaságokra vonatkozik. (A leírtak érvényesek a korlátolt felelősségű társaságokra a megfelelő kategóriák használata mellett.) A fogalom *kizárólag az egy évnél hosszabb lekötésű finanszírozási forrásokat* veszi figyelembe. (A permanensen fennálló – nem

gazdálkodási hibából eredő – forgótőke is idetartozik.) E források a tőkeszerzés különböző módozataival biztosíthatók [Katits, 1997b.].

A vállalat tőkefinanszírozási kapacitásának négy eleme különböztethető meg:

1. *Pénzügyi hozamerő*
2. *Tőke-felszabadítási lehetőségek*
3. *Részvénykibocsátási potenciál* (részesedésfinanszírozási potenciál)
4. *Adóssághkapacitás* (hitelfinanszírozási potenciál).

Ad 1. Eltekintve más tőkehozamoktól, a *pénzügyi hozamerőt* az éves beszámoló szerinti elszámolás alapján és pénzáram alapon számszerűsíthetjük. Az *elszámolási profit* nagyságát több mérőszámmal határozhatjuk meg, pl. kamat- és adófizetés előtti profittal, adózott profittal, az osztalékfizetés nagyságával, a részvényegységre jutó profittal és a visszatartott profittal. A *pénzáram* alapon történő számítás nem egységes, többféle módszer használatos, közülük néhány jellegzetességet kiemelünk. Beszélhetünk *bruttó cash-flow*-ról, ha nem vesszük figyelembe a társasági adót, s csak az értékesítéshez kapcsolódó pénzáram nagyságára vagyunk kíváncsiak. Ha tekintettel vagyunk a társasági adóra, s ebből eredően a kamat- és osztalékfizetésre, valamint az amortizációs adókedvezményre, akkor *nettó cash-flow*-t számolunk. Amennyiben ez utóbbit korrigáljuk a forgótőke változással, úgy *működési cash-flow*-t (operating cash flow) kapunk. Ezt kiegészítve a *befektetési és finanszírozási cash-flow*-val, eljutunk a *teljes vállalati cash-flow*-hoz. Ha a vizsgált időszakban változást (növekedést) tervezünk az üzletmenet-befektetés-finanszírozás területén, akkor el kell készíteni a változás nélküli és a változással együtt értendő számításokat [Katits, 1995a.]. A kettő különbsége a *növekményi* (incrementális) *cash-flow*. Ez a cash-flow nagyságú pénzáram többlet a társasági adó kifizetése után, amely lejárat nélkül rendelkezésre áll (*free cash-flow*). E szabadon felhasználható pénzáram nagyságát vagy *direkt* úton határozzuk meg, vagyis az értékesítési árbevétellel szembeállítjuk a kiadásokat, vagy *indirekt* úton, azaz a kigazdálkodott tartalékokkal. A 2. ábrán bemutatjuk a pénzügyi hozamerő lehetséges mércéit. Utolsó észrevételünk egyetlen dolog hangsúlyozása. Amennyiben az amortizációt költségként elszámoltuk adóalap csökkentése céljából, úgy az adózott (vagy osztalék kifizetése után megmaradt tiszta) profit-hoz újból hozzá kell adnunk, mivel az amortizáció nem generál kiadást reprezentáló pénzmozgást. Az amortizáció az adóbefizetés elől óv meg pénzügyi forrást, még-

pedig a társasági adórata és az elszámolt amortizáció mértékéig. Az előbb felsorolt észrevételeket a korrekt

idegen és/vagy saját forrással megszerzett eszközökre fektetett tőke-felszabadítás esetében az eljárásnál va-

A pénzügyi hozamerő lehetséges mércéi

■ Pénzbeáramlás	CASH-FLOW	■ Pénzkiáramlás
■ Bevétel	PÉNZÜGYI EGYENLEG	■ Kiadás
■ Hozam	TISZTA PROFIT	■ Felhasználás
■ Értékesítési árbevétel	VÁLLALATI EREDMÉNY	■ Költség

2. ábra

gyoncsoportokat (pl. ingatlanok, gépek, berendezések, vásárolt és saját előállítású készletek, vagyoni értékű jogok stb.) hoznak létre aszerint

• amelyekkel szemben már nincsen teljesítményelvárás, az üzletmenethez

A direkt pénzáramszámítás levezetése

[módosítva Weston–Copeland, 1988]:

Növekményi árbevétel

– növekményi készpénzkiadás (működési költség)

– növekményi amortizáció

növekményi adózatlan profit

– növekményi társasági adó

növekményi adózott profit

+ növekményi amortizáció

teljes pénzáram

– Bruttó beruházás = \pm változás a forgótőkében (a termelés és az értékesítés alakulásától függően)
+ tőkeberuházási kiadások
+ egyéb eszközök növekedése

Szabad működési pénzáram (free cash-flow)



Finanszírozási pénzáram (a tőkejuttatóknak fizetett vagy azoktól kapott pénzáram)

Nettó kamatköltség adózás után

\pm Csökkenés/növekedés a nettó adósságban

+ Osztalékfizetés

+ Részvények visszavásárlása, kölcsönök visszafizetése.

Az indirekt pénzáramszámítás levezetése:

Növekményi tiszta profit

+ növekményi amortizáció

+ növekményi pénzügyi tartalékok

Szabad működési pénzáram

egyáltalán nem szükségesek, nem hoznak hasznot, de értékesíthetők, és így eladásuk révén bevételekhez lehet jutni,

• amelyeket más vállalkozás vagy más szervezeti megoldás (pl. bérbeadás) keretében jövedelmezőbben lehet hasznosítani,

• amelyekre szükség van, tehát felül kell vizsgálni, milyen összegek szükségesek majd pótlásukra, és ezek honnan lesznek előteremthetők.

Ez az eljárás alkalmas arra is, hogy a vállalati összvagyon ne változzon – ellentétben a többi lehetséges tőkefinanszírozási móddal –, viszont *hozam és kockázat szempontjából kedvezőbb struktúrájú* legyen. (A vagyon átstrukturálása.) (Katits, 1997b.) Az átstrukturálás révén, a felesleges immobiliák értékesítésével a vállalat pótlólagos finanszírozási eszközökhöz juthat.

Ad 3. A részvénykibocsátási potenciált meghatározza a különböző időpontokban (maximálisan) bevonható saját tőke (részvénytőke) nagysága, amelyet nemcsak a tőkeemelés összege, hanem a kibocsátott részvények értékesítési ára, illetve vételi árfolyama is meghatároz. A részvénytőke növelésének két útja különböztethető meg. Az egyik út az, hogy a társaság az osztalék kifizetése után megmaradt profittal növeli saját tőkéjét. Tehát belülről növeli részvénytőkéjét (*intern részvénytőke növelés = zárt rt.*)¹. A másik út az, amikor nyilvános részvénykibocsátással (engedélyezettetés, meghirdetés, forgalomba hozatal, jegyzés) emeli tőkéjét (*extern részvénytőke növelés = nyílt rt.*)² (Katits, 1997b.).

pénzáramszámítás jellegzetességeinek nevezzük.

Ad 2. A tőke-felszabadítási lehetőségek érintik – a folyó értékesítési folyamaton kívül – a vállalati vagyon likviditásának kérdését, amelynek megkülönböztető egy időbeni (milyen gyorsan...?) és egy érték komponense (mekkora veszteség vagy nyereség keletkezik...?). Az

¹ Az intern részvénytőke növelését a társaság mérlegében a saját tőke mérleg szerinti eredményének növekedése, illetve hosszabb távon az eredménytartalék értékének növekedése jelzi.

² Az extern részvénytőke növelését a társaság mérlegében a jegyzett tőke és a tőketartalék növekedése jelzi.

Ad 4. Az *adósságkapacitás* a vállalat és a bank által folyósított *kölcsöntőke* azon *nagysága*, amely a részvényesek hozamának maximalizálása szempontjából optimális. Nem a kölcsöntőke azon nagyságáról van szó, amennyit az üzleti vállalkozás fel tudna használni, hanem arról, amennyit célszerű felhasználni. A kölcsöntőke bevonása *multiplikátor*, vagy más szóval emelőerő (leverage) hatást hoz létre a részvényesek hozamában, de azt sem hagyjuk említés nélkül, hogy fokozza a vállalat *finanszírozási és csődveszély kockázatát*. Ezen kívül az átmeneti tőkehiány csaknem egyedüli eszköze az ideiglenes tőkefelvétel, mivel a cég saját forrásainak felhalmozódása időben lassúbb mint a tőkeigény keletkezése.

A helyes vállalati tőkefinanszírozási kapacitás megtalálása, illetve elérése lényegében a fenti négy tényező

egyfajta mixtúrája kell legyen, de a *tényezők relatív súlya a vállalat különböző életszakaszaiban eltérő*.

Hivatkozások

- Drukarczyk, J. (1993.): Finanzierung. Gustav Fischer Verlag, 35–124.
- Katits E. (1995a.): A belső vállalati növekedés finanszírozási modellje. Szigma, 3-4. szám, 133–143.
- Katits E. (1995b.): A tőkefinanszírozási döntésmélet fejlődési szakaszairól. Vezetéstudomány, március, 17–24.
- Katits E. (1997a.): A vállalati válságkezelés pénzügyi módszerei. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs, 243.
- Katits E. (1997b.): Üzleti ismeretek (Cégalapítás-működés-megszűnés.) NOVORG, Budapest, 480.
- Swoboda, P. [1973.]: Finanzierungstheorie. Würzburg, Wien
- Weston, J. F.–Copeland, T. E. [1988.]: Managerial Finance. Cassel, 90–91.

Július–augusztusi számunkban eredeti [angol] nyelven öt cikket közlünk az „Európai Szervezetkutatók Csoportja” 1997. évi
– a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemen rendezett –
13. kollokviumának anyagából.